

第91回運用委員会議事録

1. 日 時:平成27年 3 月10日 (火) 10:00～12:00

2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員 ・清水委員
・菅家委員

4. 議 事

(1) 次期中期計画 (案) について

(2) 業務方法書の変更 (案) について

(3) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより第91回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は、武田委員におかれましては、所用により御欠席でございます。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほか、

委員限り 1 第2期中期目標・中期計画と第3期中期目標 (案) ・中期計画 (案) の比較表

委員限り 2 年金積立金管理運用法人業務方法書の変更 (案)

委員限り 3 トランジション・マネジャーの選定について

委員限り 4 新興国株式投資に関する考え方について

資料 平成26年度第3四半期運用状況

委員限り 5 各資産の運用状況の補足説明 (市場運用分)

委員限り 6 リスク管理状況等の報告 (平成26年12月・平成27年1月)

でございます。

なお、委員会終了後回収と記載している資料につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆さんも同様をお願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、米澤委員長をお願いいたします。

○米澤委員長 おはようございます。

それでは、早速、議事に入りたいと思います。

最初は、中期目標・中期計画に関してでございます。委員限り1の第2期中期目標・中期計画と第3期中期目標（案）・中期計画（案）の比較表について、厚生労働省年金局森参事官及び事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。では、よろしくお願いします。

●森参事官 第3期の中期目標（案）につきまして、前回御提示したものにつきまして、今回から新たに総務省の政策評価・独立行政法人評価委員会のほうに御提示しまして、御意見を求めることになっております。今、第3期の中期目標（案）ということで黄色の部分が3ページなり10ページにあるかと思えます。これが政策評価・独立行政法人評価委員会の御意見に基づきまして、今回変更させていただいたところでございます。

何かといいますと、新しい各独立行政法人の中期目標につきましては、政策評価・独立行政法人評価委員会としては、めり張りをつけるというものです。我々としては、中期目標に示したことは全てGPIFに対して重要な目標だと思っていたのですが、めり張りをつけてほしいという話がありました。特に10ページの人材確保等につきましては、優先的に行うことが例示されていますので、10ページの専門人材の強化・育成につきましては、政策評価・独立行政法人評価委員会の意見どおり、優先的に行うことというところをコメントさせていただきました。

あと、どこを重要度が高いとしてお示ししたかといいますと、まず3ページ目でございます。年金積立金の運用はまさに年金財政の安定化のためにやっておりますので、運用目標、またベンチマーク収益率の確保というところが重要度の高いものだろうということでつけさせていただきました。リスク管理は、リターン確保と両面でございますので、2の（3）のリスク管理につきましても、重要度が高いものとしてつけさせていただいております。

6ページ目の透明性の確保は、皆様からお預かりした保険料を原資にしていますので、透明性の確保というものも国民の信頼を確保するために重要ということでございまして、この点について、あえてでございますが、重要性が高いということで提示させていただきました。そこが変更点でございます。

●井上管理部長 続きまして、事務局のほうから御説明いたします。

次の束でございますが、別表と書いてあります。委員会終了後回収となっておりますが、予算書でございます。前回は、経費削減等の文書によります目標の計画をお示しいたしましたが、今回は、具体的な予算ベースということで、予算書ベースで御提示申し上げるものでございます。長くなりますが、順次、御説明申し上げたいと思っております。

予算の概略でございますが、委員限り1の3表でございますが、まず別表1、これは国の予算書に相当するものでございます。次の別表、これは民間ベースの損益計算書に相当するものでございます。最後の別表3、これも民間ベースのキャッシュフロー計算書に相当する予算でございます。

説明の都合上、別表 2 から説明を行わせていただきたいと思います。別表 2 は、第 3 期中期計画期間の総収入から経常費用を控除いたしまして、総利益の額を端的にお示したものでございますから、これをまず初めに説明させていただきます。

ご覧いただきまして、収益の部がございます。経常収益といたしまして、歳入収益が 31 兆 2,842 億 35 百万円を計上しております。資産運用収益の算出根拠でございますが、平成 26 年度末予想資産残高、今、約 135 兆円を見込んでおりますけれども、これに基本ポートフォリオの経済中位ケースの期待リターンである 4.57% を乗じて算出した年間約 6 兆円強の収益を、5 年間、当該各年度のキャッシュアウト等の予定金額等を調整いたしまして、積み上げた金額となっております。

次に、費用の部でございます。経常費用ですが、業務経費として 5,445 億 6 千万円、一般管理費といたしまして 55 億 55 百万円、合算で 5,501 億 15 百万円を当法人の人件費、物件費及び委託手数料等の支出経費総額として見込んでおります。

なお、この 5,501 億円でございますが、中期計画の文章編の 2 に業務運営の効率化に伴う経費節減数値目標がございます。毎年度、節減除外経費を除きまして、経費総額予算の 1.34% 以上の効率化をすることになっておりますが、この点は加味されておりませんので、マイナス前のあらあらの予算となっているところでございます。したがいまして、最終的には、予算ではこの額を下回ることになります。また、今後、財務省からの査定を受け、さらに引き下げられる可能性もあることを御承知おきいただければと思っております。

その下でございますが、また別表 2 に戻っていきまして、繰入前利益は、経常収益から経常費用を差し引いた、期間の総利益として 30 兆 7,309 億 6 千万円を計上しております。

次に、戻っていただきまして、別表 1 をご覧いただけますでしょうか。この表は国の予算ベースでございますので、年金特別会計との関係についてここで説明を申し上げたいと思っております。

まず、国に対する国庫納付金及び寄託金の償還についてでございます。国の特別会計への国庫納付金及び寄託金償還金の予算についてですが、次期中期計画期間中の国庫納付金につきましては、収入予算の上から 7 行目に、総合勘定より国庫納付金受入という記載がございます。ここに 6 兆 4,010 億 96 百万円を見込んでおりまして、これが国庫納付金の予定額ということでございます。これは過去の国庫納付実績の平均額をもとに算出した金額となっております。

寄託金償還額でございますが、その上の総合勘定より償還金受入という欄に記載しております。11 兆 2,657 億 85 百万円を見込んでおります。これは、政府の財政検証において次期中期計画期間の年金給付のためのキャッシュフローの不足額が示されておりますけれども、その額が 5 年間で約 17 兆 7 千億円と見込まれております。今申し上げました国庫納付金と寄託金償還金で年金特別会計の不足額を補う必要がありますので、同額を投資回収金として計上しまして、そこから国庫納付金を差し引き、残りが寄託金償還、そういう仕組みで計上されているところでございます。

別表3でございますが、これは今申し上げました別表1と2を民間ベースのキャッシュフローベースに置きかえたものでございますので、説明は省略させていただきます。

次に、参考1という資料がございます。これは、先ほど申し上げました5,501億円の一般管理費、業務経費の5年間の私どもの総経費の内訳について、やや詳細に御説明したペーパーでございます。

第3期中期計画の予算総額でございますが、約353億円を計上しております。その右に括弧数字がございますが、これは、今期、第2期中期計画予算総額を示しております。以下、括弧内の数字は同様の数字でございますので、第2期の総額予算ということになっております。

その下、括弧内がございますが、これが先ほど申し上げました5,501億円ということで管理運用委託手数料を含む総額でございます。業務経費、一般管理費の合計でございますが、ご覧のように、前期に比べまして3倍弱の予算額となっております。この金額が他の海外年金と比べましてどのようなコスト率になるかということで、参考までにお示ししたのがその下の表でございます。ご覧のように、運用資産残高に対する総経費、その下は運用資産残高に対します手数料経費、いずれも、CPPIBやカルパースの海外年金のコストを下回る1桁台の割合で、少額の予算となっていることがわかりいただけるかと思います。

次に、経費の削減目標でございますが、これは先ほど申し上げましたとおり、毎年度、総経費に対して前年度比1.34%削減するという目標を立てております。

その下は、削減対象外経費でございます。これは、私どもの事業を実施する上で、目標達成のために削減を要しないというものでございますが、これが3事項ほどございます。

まず、人件費でございますが、高度専門人材分につきましては、人件費として約36億円を計上しておりますが、この分については削減対象外となっております。

また、システム関連経費約79億円、事務所移転経費約14億円、管理運用委託手数料約5,148億円、これらにつきましては、削減対象除外とされておるところでございます。

詳細はまた後ほど別のペーパーで御説明いたします。

2枚目をご覧ください。第3期中期計画における主要経費ということで、今度は削減の対象となる経費について申し上げたいと思います。

まず、一般管理費でございますが、人件費は、一般管理費と業務経費にそれぞれ直接部門と間接部門のリソースの割合に応じて案分されておまして、人件費の一般管理費のほうは管理部門等の人件費に相当する金額でございますが、これが約13億円です。

物件費でございますが、高度専門人材の採用経費、ネットワーク関係費用の増分、事務所借料等につきましては、ここにありまして、ここにありまして、削減させていただこうと思っております。

業務経費でございますが、人件費は、運用部門に直接かかわる部分の人件費でございますが、約47億円です。

物件費でございますが、リスク管理のための分析ツール等が約50億円、運用多様化に伴

う助言等が約54億円、基本ポートフォリオ、法務・税務等、フォワードルッキングなリスク分析等、研究テーマの充実等に伴う調査研究費の増が9億円、ネットワーク関係費用が4億円、事務所借料が14億円となっております。

次のページは、先ほど1枚目で申し上げました節減対象除外経費でございますが、内訳について多少詳しく述べさせていただきます。

まず、人件費の約36億円の内訳でございますが、専門人材については、平成26年3月の第2期中期計画変更に伴いまして、所要額を計上したものでございます。第3期は専門人材の拡充により増額となっております。

システム関連経費でございますが、運用多様化等に伴う資産全体のリスク管理や、フォワードルッキングなリスク分析に必要な経費の確保のために増加しております。

事務所移転経費でございますが、移転の際には並行的に新旧事務所の借料が発生いたしますので、その延伸分や、職員数の増加に伴いまして、什器備品等の増加が見込まれます。当初の神奈川移転から都内事務所移転への変更による敷金の増加等も見込んだものでございます。

最後に、管理運用委託手数料についてでございますが、中身につきまして、3つの視点から要因を分解させていただきたいと思っております。ここにはあらあらしか書いてございませんが、若干私のほうで口頭で申し上げたいと思っております。

1つ目が、昨年10月に基本ポートフォリオが変更されまして、内外株式の構成割合が増加したところでございますが、具体的には、基本ポートフォリオの変更によりまして、手数料率において国内債券運用に比べて高い内外株式運用等の構成割合が増加したことによって一部増加しております。

2つ目でございますが、アクティブ運用が拡充する場合を想定したことによるものでございます。アクティブ運用とパッシブ運用の割合につきましては、当然のことながら、この運用委員会で議論を行っていただくことになるわけでございますが、中期計画期間に係る予算につきましては、基本的に5年間拘束するということを考慮しなければなりません。仮に今後、運用委員会の御議論を踏まえ、アクティブ運用を拡充することになった場合の予算的な裏づけを確保するために、この分の予算を計上したものでございます。具体的には、資産クラスによりアクティブ比率が異なることを想定いたしまして、アクティブ運用比率が現状よりも1から3割増える場合を想定いたしましたものでありまして、当委員会の議論によってはこの予算を使わないことも考えられるところでございます。

3つ目の要因でございますが、昨年10月末の基本ポートフォリオの変更によりまして、オルタナティブ資産が位置づけられたことによるものでございます。オルタナティブ資産につきましては、基本ポートフォリオ上、資産全体の5%を上限として行うことができることになっておるわけでございますが、オルタナティブ運用をどの程度行うかにつきましては、当然、運用委員会で議論されるべきものでございますので、中期計画期間に係る予算につきましては、基本的に5年間拘束するということを考慮いたしまして、仮に今後、

運用委員会の議論を踏まえ、基本ポートフォリオの上限の範囲内でオルタナティブ運用が行われた場合の予算的な裏づけを確保するために、この予算を計上したものでございます。具体的には、全体資産が市場の変動により増減することも考慮いたしまして、第3期中期計画期間の最終年度に向けてオルタナティブ資産の運用を4%まで行うといったことを想定したものでございます。運用委員会の議論によってはこの予算を使わないこともあるということを申し上げさせていただきたいと思っております。

早口でしたが、以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

●青木審議役 参考2についても一括して御説明させていただいてよろしいでしょうか。

○米澤委員長 どうも失礼いたしました。

●五十里投資戦略部長 参考2をご覧くださいと思います。

現行の基本ポートフォリオでございますけれども、第3期の基本ポートフォリオ見直しを5カ月前倒しして昨年10月末から適用することにしておるわけでございます。それまでの間に急激な市場等の変化がない限り、そのまま第3期の基本ポートフォリオとするということであったかと思いますが、第3期中期計画を御議論いただいている中で、そのまま使うということの確認だけをさせていただきたいと思ひまして、このペーパーを用意させていただきました。

1 ページ目は、標準偏差・相関係数、資産のぶれの話でございます。昨年10月に比べて、1年間新しいデータを使えることになりましたので、1年ずらしまして、1995年から2014年のデータを用いて標準偏差と相関係数を計算して現行のものと比較したというのが図表1と図表2でございます。

図表1は標準偏差でございます。ご覧のとおり、基本的にはほとんど変わっていません。

図表2は相関係数でございますが、左が現行、右が1年ずらしたデータでございます。これにつきましても、若干動いている部分がありますが、基本的に大きく動いているものはございません。データが1年新しくなりましたけれども、基本的にはぶれの部分は変わっていないという状況です。

次に、2 ページ目をご覧くださいますと、期待リターンと書いております。現行の基本ポートフォリオの前提でございますが、基本的には昨年6月に国のほうから公表になりました財政検証の前提を参考にしております。また繰り返しになりますが、それから4カ月たっておりますけれども、大きな経済、市場環境の変化があったとは見られないということから、当時の前提をそのまま使って基本ポートフォリオの属性を計算してみたということでございます。

図表3は、現行のものと今回計算したものを上下で並べております。一番右の標準偏差のところをご覧くださいますと、現行の基本ポートフォリオの標準偏差12.75%が今回計算し直すと12.65%と、基本ポートフォリオ自体のぶれも若干小さくなっています。ただ、若干でありまして、レベルとしてはほとんど同じであるということでございます。下方確率、

条件付不足率も基本的にそんなに変わっておりません。

これを視覚的に見るのが3ページ目でございます。実質的なリターンと下方確率ないし条件付平均不足率というものでフロンティアと基本ポートフォリオの位置を図示したものでございます。現行の△にほとんど接する形で今回計算した○が乗っておりますので、そういう意味ではほとんど影響はなかったと考えられると思います。

参考までに4ページ目でございますが、足元に関して、財政検証では内閣府の経済財政に関する試算というものをを用いているわけございまして、現行の財政検証は昨年、26年1月20日に公表されたものでやっております。先月、内閣府からまた新しいものが出まして、それを上下で比較しております。名目の長期金利の部分が当時、1年前よりはやや引き下げられているという状況がございますが、金利が緩やかに上昇していくシナリオというものには変化がございません。そういう意味では、基本ポートフォリオに与える影響というのも軽微なものであらうと考えております。ということでそのまま第3期も引き続き使っていくことで差し支えないのではないかと考えております。

以上でございます。

○米澤委員長 これではよろしいわけですね。どうもありがとうございます。

それでは、ただいまの説明について御意見、御質問等がありましたら、どうぞ。

○大野委員 一番初めの第3期の中期目標に対しての中期計画のところでございますけれども、1点はお願いで、1点は私からの意見でございます。

お願いは、特に運用委員会でいろいろなことを決める幅がだんだん広がってきている不安感がすごくありまして、今回の中期計画の案を読ませていただいても、いろいろところで運用委員会の役割が書いてありまして、基本的に幾つか分類できると思います。

例えば議決が求められる事項、もう一つは、いろいろ御説明いただいて運用委員会の審議を経るようなもの、それからモニタリングという意味で御報告いただくもの、この辺に少し分類して、何が決議で何が審議でということを事務局のほうで一回まとめていただくと私自身も非常に助かりますし、特に審議の部分については、最終的には理事長の意思決定というのがあるのですが、ここでの事前承認というのが結構大事な要素であると思いますので、我々、私を含めて委員の方々の責任と権限みたいなところをこの機会にきっちりしておいたほうがよいのではないかと、これはお願いであります。

2点目は、こういうことが可能であればなのですが、計画の4ページの(3)運用手法についてという大事なところです。今、案としまして、いろいろやりながら苦労しながらまとめ上げてコンセンサスを得つつある投資原則のところですが、(3)の運用手法の第2パラグラフの「キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する」、ここまではいいのですけれども、さらに「その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指す」と、かなりアクティブ運用が強調されています。もちろんその前提は中期目標の案があるわけでありまして、例えば投資原則の3番であります、「パッシブ運用とアクティブ運用を併用し」の前のところ

に「資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保しながら」とか、ここの（３）の部分とうまく引用することが可能かなという感じがしています。せっかく投資原則を作りましたので、これをうまく組み入れられないかということを考えています。

以上、２点でございます。

○米澤委員長　ありがとうございます。

まず、前者に関しまして、少し整理していただくということは。

●青木審議役　昨年８月に事前承認の対象とした事項は、中期計画と業務方法書の作成変更でございまして、その２つについては引き続きお願いしてまいりたいと考えております。審議を経るもの、モニタリング、単なる報告と言えるようなもの、その辺の区分けにつきましては、これまで以上に明確に委員の皆様にご説明させていただくよう心がけたいと考えております。

●三谷理事長　そういう一覧表みたいな。

○大野委員　何かあるといいですね。

●三谷理事長　次回までに作らせていただいて。

○大野委員　例えば決議事項は、基本ポートフォリオもそうですね。

●青木審議役　基本ポートフォリオは中期計画の一環をなしますので。

○大野委員　そうですね。こういうのがわかりやすく。

○米澤委員長　議決は大きくは２つ。

●三谷理事長　いずれにしても、そういう一覧表を作って、わかりやすく説明させていただきます。

○大野委員　あると非常に助かります。

○米澤委員長　それから、今日の運用委員会でも議事次第で「議事」ということだけで書かれていますが、審議事項や報告事項に分かれると、多少めり張りがつくのかなという感じもしますね。そういうことができるのか、うまく切り分けできるのかも含めてちょっとお願いします。

●三谷理事長　検討させてください。

○米澤委員長　お願いします。

２点目のアクティブに関しましての書きぶりですね。

○大野委員　目標がこういう書きぶりになっているので、計画を少し継ぎ足すのは結構難しいですか。

●三谷理事長　３ページのところに、ベンチマーク収益率の確保というのは、目標、計画ともに書き込まれていますので、同じことをまた別の場所で繰り返すというののもちょっとどうかなという感じもします。我々の中期計画は基本的に中期目標に沿って作っているものですから、今の御提案はバランスから見てちょっと難しいかなという感じがします。

○米澤委員長　よろしいですか。

それ以降、いろいろ予算等に関しても報告がありましたので。

○菅家委員 予算が運用委員会の審議対象かどうかというのはよくわからないところもありますが、せっかく説明をいただきましたので、幾つかお話ししたいと思います。こう言っただけではなんですが、わかりにくいといいいましょくか、なかなか理解しにくい部分もあります。

一つは、2期との比較は、予算ベースでよくわからないというのもありまして、そういうところもあるのかなと思いますが、基本的な枠組みとして確認させていただきたいのですが、現状は独立行政法人としてこの機関が、GPIFがあるわけですね。そうすると通常は国の補助金でもって運用するというのが普通だと思いますが、GPIFの場合はそうではなくて、国からの補助金は一切ないということを前提にして、運用収入でもって全ての経費を賄う構造になっているところが他の独立行政法人とは違うということが大前提としてあるのだということをまず確認しなければいけないのかなということです。

経費については2期との比較がいろいろ数字で参考資料に載っていて、委託手数料のところは2期と比べると相当ボリュームが膨らんでいるというのがよくわかるのですが、その要因を幾つか因数分解されて説明されたわけですね。これから5年間どうするかということとでありますので、ある意味、まだ何も決まっていな世界ですし、アクティブにしろ、パッシブにしろ、オルタナティブにしろ、重要な運用方針については当然この運用委員会で議論して決めるということが前提であるわけですので、言ってみればこの数字というのは、予算上の裏づけという説明がございましたが、それ以上でもそれ以下でもないということを確認させていただきたいということと、手数料はできるだけ低くするというのが当然のこととありますし、先ほどありましたとおり、特にアクティブ運用を拡大するという目標が書かれているわけとあります、確たる収益の見通しが持てるということを確認しながらやっていくということもありますので、あくまでそういう性格のものだということを改めて確認させていただきたいと思います。

●大江上席審議役 今、菅家委員からお話がまさにあったとおり、アクティブ・パッシブ比率、オルタナティブをどういうふうにするか、これはまさに運用委員会で御議論いただくテーマでございます。この予算は、これからの5年間、基本的には拘束されていく総枠でございます。なかなか5年先までは見通せないところはありますけれども、そういった中で、しっかりやるべしとなった場合の予算的な裏づけをあくまで確保するためという、いわば枠組みの話でございまして、具体的にはこの委員会で審議いただきながら、それに応じて実施していくものと考えております。

また、アクティブ運用、オルタナティブ運用を進めていく場合も当然しっかりした収益は確保できるということを確認しながらやっていくことになります。この運用委員会でも、マネジャーストラクチャーの見直しをやっていくときにはどういった運用機関を実際に採用していくのか、御説明しながらやっておりますけれども、そういった形で、しっかりそういった御指摘にも対応できるやり方で今後進めていくことを大前提にこの予算を組んでいるところでございますので、御理解いただきたいと思います。

○大野委員 経費で一つ、菅家委員がおっしゃったところとちょっと関連しますが、人件費のほうですが、これから専門の高度な人材を雇われるということで、これも計画の10ページの一番上のところに出ていますが、そういう専門家、プロということは当然必要だと思っていますし、私も反対していません。ただ、ここで書かれていることをちゃんと遵守していかなければいけない。報酬体系を成果連動型とする、そして国民にわかりやすい説明をするということをうたっています。これはお約束でありますので、ぜひお願いしたいと思います。そして、さらにその後に運用委員会の役割も書いてありますので、この場でも事前にやはり説明していただきたい。ここはしっかり書いてありますので、よろしくお願いしたいと思います。

●井上管理部長 おっしゃるとおりでございます。今後5年間の中でしっかりしたそういう視点に立って採用を進めてまいりたいと思っておりますし、各年度の決算等におきましても、ホームページ等で、私どもの報酬体系も含めまして、つまびらかにしておりますので、こういった運用委員会の場でも御報告してまいりたいと思っております。

●三谷理事長 専門人材の採用の件ですが、もう一つ、この事務所は相当過密状態であって、余裕がない。中期計画の変更の際に、そういう専門人材用の予算というのも確保したわけです。参考1の下の方に、人件費（高度専門人材分）約6億円というのがありますが、この6億円の一部が高度専門人材分として追加したのですが、結局、なかなか採用まで至れなかったというのがございます。

今のところ、事務所については、今国会で提出され、既に閣議決定は終わっておりますが、厚生労働省管轄の独立法人制度の変更に伴う整備に関する法律というのが提出されるようになっております。その中で、まず、神奈川県へ主たる事務所を置くというのを東京都というふうに変えていただく。それが終わった後、ようやく正式な事務所の公募ができるのかなと思います。今、準備は進めておりますが、やはり法律との関係でいけば国会審議等の問題もありまして、整備法が成立した後、公募することになります。いろいろな手続を考えますと、年末くらいにようやく移転ができるかなというスケジュールになりました。それまでに余りたくさん採っても入る場所がないということでもありますので、そろそろ募集を開始していこうかという感じで考えております。今のところ、1月、2月の間に、広報関係の専門人材、リスク管理関係の専門人材、オルタナティブ関係の専門的な識見を持っている人の募集はかけております。ぱらぱらと応募してくる方もおられるわけで、これからその方たちと面接等をして、どういう採用をしていくかということで、今のところまだそういった段階で、募集を始めましたというところまでしか御報告できません。

それから、実際の採用に当たっては、こちらに来るのに希望される時期と、さっきの事務所移転との関係とか、そういったこともにらみ合わせながら面接を進めていくということになりますので、ある程度固まりましたら、また逐次この委員会でも御報告させていただきたいと思っております。今のところはそんな段階で、ようやく着手し始めた、ないしは事務所の移転について着手する展望が見え始めてきたというようなところでございます。

現状は以上です。

●水野理事 追加してよろしいですか。

○米澤委員長 水野CIO、どうぞ。

●水野理事 先ほど大野委員の御質問の報酬体系等についても、今回、理事長、私も含めまして、見直しが行われておりますので、その辺の考え方に関しては運用委員会の方々とシェアするべきだと考えております。結論から申し上げますと、今回の専門人材の募集で応募してくる方々の希望水準と、以前は相当かけ離れていたところが、少しギャップが縮まっているので、私ども、いい方が何名か採れるのではないかと希望的観測を持っているということをお伝えしたいのと、あと、専門的人材を採ると自動的にミドル・バックのスタッフのワークロードの負担が増すわけです。我々も、フロントだけを一遍に採用して進めていくというのは、一見安心感はあるのですが、全体の組織のバランスとしてはそのあたりも考えながら進めなければいけないと思っております。また逐次御相談させていただければと思います。

○米澤委員長 移転は早ければ今年の年末。

●三谷理事長 今、念頭に置いているのは、いろんなシステムの移転などもありますので、通常の方だけでは難しいなということで、一定の休みが必要ということで、最も早ければこの年末くらい、年末の連休が今年も結構ありますので、それを逃すと今度は来年のゴールデンウィークとか、かなり延びてしまって、どんどん先延ばしにしていってしまう話になりかねないです。何とかそれに間に合わせたいとは思っております。

○米澤委員長 わかりました。

ほか、いかがでしょうか。

○堀江委員長代理 1点よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○堀江委員長代理 管理運用委託手数料が予算化されているというのが私は全く理解できないのです。投資原則の8でもともとあったのが削除されましたが、やはりここはパフォーマンスとの見合いで決まるもので、これを予算化するというのが、独立行政法人の枠の中だと仕方がないのかもしれませんが、投資をやっている現場としては物すごく違和感があります。何でこれが予算化されなければいけないのかということは、ここで言っても仕方がないのですが、独立行政法人の限界なのかなと。

●水野理事 特殊法人でもなりますね。

●森参事官 会計原則の問題ですね。

●水野理事 予算化されてしまうのです。

●三谷理事長 NHKとか日本銀行も全てについて。

○堀江委員長代理 やはりリターンとの見合いで議論されるような形でないと、金額だけ大きいと言われても、そこについては納得性が低いと思います。パフォーマンスの関係で国民に説明することこそ本来的には国民のためになると私は強く信じていますので、

ここで言っても仕方ありませんけれども、さっき削減すべきだという意見がありました
が、私は全く180度逆で、リターンとの見合いでもっと増えてもしかるべきと感じています。

○米澤委員長　そもそも論から言えばそうでしょう。

●三谷理事長　おっしゃるとおりなのですが、そういう仕組みの中ではないということでもありますので、ここは正直言ってかなり多目にとってあります。実績連動型の委託をして、非常にすばらしい実績を上げたときに払えなくなったということでは裁判沙汰にもなりかねませんので、一挙に3倍近くなっておりますけれども、その分、かなりゆとりも考えているということではございます。

●水野理事　先ほどの参考1の表のカナダとカルパースの比較においても、これはGPIFだけ予算で、ほかは実績値ですので、実際は今の理事長の話で言うと我々の総経費あるいは手数料の割合はもっと下がる可能性があります。こういうレベルですという入り口のところで手数料に関しても相当抑えておりますし、総経費に至っては0.01%しか手数料以外でかかっていないということです。ほとんどフリーオペレーションという、企業財務分析的に言うとそんな感じですが、そういうレベルで予算を計上させていただいているということをお委員の方にはぜひ御理解いただければと思います。

○米澤委員長　これは予算ですが、この後、財務省とか総務省とか折衝でこれより減らされる可能性というのも。

●三谷理事長　ございます。

○米澤委員長　あくまでもこれで出すということ。

●三谷理事長　まだ財務省との合意はできておりません。

●大江上席審議役　実はようやく最初の説明が始まったくらいでございまして、どういう指摘を受けるのかということは今後の話だと思っております。

○米澤委員長　皆さん方がいかに説得力を持って説明するかにかかってくるわけですね。
ほかはいかがでしょうか。

さっき言いました議事の出し方に関して等お願いしたこともありますので、そのところをもう一回整理していただければと思います。

ほかによろしいでしょうか。

それでは、次の議題に移りたいと思います。

業務方法書の変更に関してです。委員限り2の年金積立金管理運用法人業務方法書の変更（案）につきまして、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

●青木審議役　業務の方法に関する基本的な事項について定めております業務方法書の変更（案）について御説明申し上げます。

変更の趣旨につきましては、委員限り2をご覧くださいと思います。

以前、独立行政法人通則法が改正されまして、その施行がこの4月でございしますが、改正法では、各独立行政法人の業務方法書には内部統制を整備するための規定を追加しなけ

ればならないこととされました。具体的にどのような規定を追加するのかにつきましては、総務省行政管理局長から各府省宛ての通知で記載例、ひな形と言えるようなものが示されております。このため、当法人の業務方法書におきましても、内部統制整備に関する規定の追加を行います、そのほかにも、委員限り2の下の方の丸にありますような変更もあわせて行うものでございます。

今後のスケジュールでございますが、業務方法書の変更につきましては、運用委員会の事前承認の議決を頂戴する必要がありますし、また大臣認可の対象でもございまして、3月26日に運用委員会の議決を頂戴し、その後、大臣認可をいただき、4月1日から原則として施行したいと考えております。

次に、A3の別紙をご覧いただきたいと思います。今回の業務方法書の変更案を一番左側の欄に示しました。

まず、1ページの5条の関係は、内部統制以外の変更規定でございまして、第2項の(6)がございまして、外国株式のレンディングの開始に係る規定整備でございまして、第3項は、当法人では以前から管理運用の具体的なことを定めた管理運用方針というのがありましたが、一方、被用者年金一元化でモデルポートフォリオを踏まえた基本ポートフォリオを含む管理運用の方針というものをつくらなければならなくなりました。法律上そのような名称のものをつくらなければいけない。この2つのものは、異なるものなのですが、名前が非常に似ておりまして、紛れが生じますので、以前、管理運用方針と言っていたものを別の名前にするものでございます。

2ページからが総務省の記載例に即した変更でございまして、真ん中が記載例で、左側が当法人の変更案でございまして、まず、第5章を今回追加いたしますが、その章の名前につきましては、一番上でございますけれども、ひな形と同様の名前にしています。

次の第15条でございまして、当法人は内部統制システムを整備し、継続的にその見直しを図る旨、規定しております。

第16条は、ひな形の第2条というところをご覧いただきますと、運営基本理念、運営方針、倫理指針、行動指針と4つ定めるとありますが、当法人ではこれらに当たるものは投資原則と行動規範の2つであると考えておりまして、この2つを規定すると16条で定めております。

第17条は、ひな形にもございます意思決定ルール of 明確化に必要な規程の整備でございまして、理事長の意思決定を補佐するため必要な会議の設置等について規定しております。そういった点につきましては、既に投資委員会の設置を含め、措置済みであると考えております。

第18条は、中期計画の策定・評価に関するもので、この18条以降の条文は皆、管理運用法人はこれこれに関し次に掲げる事項を定めた規程を整備するという形になっておりまして、こういった条文に基づきまして、業務方法書より下のレベルの規程を今後整備していくということでございます。

原則として4月1日から整備した規程を制定施行すべく、準備を進めておりますけれども、幾つかのものは、備考のほうにも後で出てまいります、規程の整備の検討に時間がかかるので、業務概況書の該当条文の施行日を半年ないし最大2年遅らせております。

18条に戻っていただきますと、18条は中期計画の策定過程、進捗管理体制などに関する規程の整備が必要になるということでございます。4月1日までにこういった下のレベルの規程の整備を行う予定でございます。

なお、ひな形の第4条の五に、業務手順の作成とございますが、当法人は業務手順に相当する業務方針、以前、管理運用方針と言っていたものですが、こういったものが既にあるので、業務手順の作成のところの規定は引っ張ってきていないということでございます。

3ページをご覧ください。19条の内部統制の推進、20条のリスク評価・対応につきましては、ほぼ記載例の規定をそのまま引っ張ってきておりますが、当法人には地方出先機関などありませんので、そういったところの規定は引っ張ってきていないということでございます。19条に基づきまして、内部統制委員会を設置する予定でございます。

また、20条ですが、業務全般の実施の障害となる要因としてのリスクにつきましては、内部統制委員会で審議をすることとしております。

なお、当法人にはこれまで、そういった業務全般の業務運営上のリスクを幅広く対象とする運営リスク委員会と、運用リスクに特化した運用リスク管理委員会という2つの委員会がリスクに関してございましたけれども、運用に特化した運用リスク管理委員会のほうは引き続き残すということで考えております。

4ページの21条は情報システム、5ページの22条は情報セキュリティーでございます。23条は監事監査でございます。

23条の(2)のウに「監査結果の業務への適切な反映」とございますが、これはひな形のほうにございませんけれども、監事の意見を踏まえて当方で追加したものでございます。

6ページ以降、24条は内部監査、25条は内部通報・外部通報、26条は入札・契約、27条は情報の適切な管理・公開、28条は職員の人事・懲戒ということでございますが、いずれも総務省の記載例の規定を当法人には全く関係のない部分を除いて全て引っ張ってきているということでございます。

なお、当法人には内部通報制度はございますが、外部通報制度はこれまでございませんでした。4月から新たに実施することを考えております。

最後に、7ページの29条は調査研究業務でございます。ここは記載例の条文が研究開発型の法人を念頭に置いていると思われそうですが、当法人にそのまま規定するにはなじまないと考えられるため、独自の規定を置いておまして、調査研究業務の立案過程、進捗管理過程の整備等に関する規程を今後整備する、そういう旨を規定しております。

説明は以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

それでは、ただいまの説明に関しまして、御意見、御質問等がありましたら、願いい

たします。

特にございませんか。よろしいですか。

それでは、このように対応させていただきたいということをお願いしたいと思います。

次のテーマに移りたいと思います。

委員限り3のトランジション・マネジャーの選定についてということで、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り3のトランジション・マネジャーの選定についてということでございます。

本件につきましては、昨年10月と11月におきまして、それまでのトランジションの課題を踏まえて、公募しようということになりまして、公募手続を行ったところでございます。公募で応募のあったトランジション・マネジャーの審査を行いまして、その結果を本日、御審議いただくというものでございます。

先ほどの大野委員の指摘を踏まえますと、本件は運用受託機関の選定と並びのものとということでございますので、いわゆる御審議をいただく事項ということになってまいります。

1 ページ目をご覧くださいと思います。今回、公募をかけましたところ、2の(1)に記載しておりますが、国内株式で5社、外国株式4社、外国債券で2社の応募があったというところでございます。まず、書面審査を行いまして、各機関とも最低限満たすべき条件は満たしているということは確認いたしましたところでございます。

ページをおめくりください。ヒアリング、現地調査を行ったわけでございますが、その際、私どもとして特に力を入れて確認した点、着眼点ということで幾つか記載をいたしております。まず、実績という観点で申し上げますと、トランジションを取り扱っている件数、私どもは規模の大きな法人ということでトランジションの1回当たりの規模も多額になるケースが多いということで、売買執行金額ベースでどのくらいの実績があるかといったことを確認いたしましたものでございます。

2つ目の箱へ参りまして、特に私ども着眼いたしましたのは、取引の執行能力、それから組織・人材ということでございます。これは運用機関とも似通ったポイントということになってまいります。

まず、取引の執行能力ということにつきましては、執行戦略の考え方、発注するに当たってどういう証券会社を選ぶのか、発注方法、取引執行を支えるシステムといったところをチェックいたしましたところでございます。

組織・人材ということにつきましては、トランジション専門の体制というものがあるのか、担当者がどういう経歴、経験を持っているのか、トレーディング体制といったところに着眼いたしましたところでございます。

コンプライアンス・事務処理体制、議決権行使の取り組みということにつきましては、いわゆるネガティブチェックの項目として見たということでございます。

コンプライアンスということで申し上げますと、トランジションの仕事を運用機関がや

るというケースもあるわけでごさいます、ほかの運用機関のファンド情報をトランジションの中で入手できるということでございますので、そうした情報が運用部門に回ったりしないかといった、チャイニーズウォールがしっかりできているのかどうかといったことを確認したということでございます。

議決権行使の取り組みにつきましては、国内株式、外国株式のトランジションをやる場合にどうしても発生してまいりますので、そうした体制、ガイドライン等があるかどうかということをチェックいたしましたものでございます。

こうした現地調査の結果ということで、色刷りの別紙というペーパーがございます。こちらをご覧いただければと思います。順番に見てまいりますと、まず国内株式で申し上げますと、A社とB社、こちらがトランジション・マネジメントの評価ということで、4点満点中の4点で同率の首位という評価をしたということでございます。次点がC社ということで3点でございます。国内株式につきましては、A社とB社、それぞれのトランジションの考え方、発想が少し違っておりまして、証券会社の使い方等でそれぞれ特徴があり、甲乙つけがたいという判断をしたものでございます。

続きまして、外国株式でございますが、最も点数がよかったのはF社、4点満点中の4点ということでございます。G社は取引執行能力が少し劣るということで3.5点、次点ということでございました。

外国債券でございますが、J社が4点、K社が3点といったところでございます。

それから、コンプライアンス、議決権行使というネガティブチェック項目につきましては、引かなかったところはなかったということでございます。

最後から2番目の行になりますが、トランジション・マネジメントの手数料ということでございまして、コンサルタントからトランジション・マネジメントに係る世の中のフィーの数字はどのくらいなのかということをお聴きいたしまして、それと各社の出してきたテーブルというものを比較いたしまして、それぞれ著しく高いところはなかったといったところでございます。

したがって、最下段の総合評価という欄でございますが、トランジション・マネジメント能力の評価というのがそのまま総合評価となったということでございます。国内株式につきましては、総合評価の結果を踏まえ、A社とB社を正規の契約先、C社をリザーブとしたいと考えております。外国株式につきましては、F社が正規の契約先、G社がリザーブ、外国債券につきましては、J社が正規の契約先、K社がリザーブということで整理をしたいと考えているものでございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

それでは、このことに関しまして、御意見、御質問等ありましたら、お願いしたいと思います。どうぞ。

○菅家委員 10月くらいにこの運用委員会で議論した結果を踏まえてというお話だったの

ですが、私も余りよく覚えていなかったのですが、これまでのプール制から今回こういうふうに取りかえるということで、これまでの実態的ないろいろな反省も踏まえて、機動的な対応をするためにこういう方式に変えるのだというお話だったということと、各資産クラスごとに1社を選定するというふうを確認されてきたと思います。今回、国内株式については2社ということになっていまして、これまでの確認の内容と今日の提案とは整合性がとれているのかどうか、もしとれていないのだとすれば、その理由は何なのか、その辺の手続的な問題はないのかという点についてお聞きしたいと思います。

●陣場運用部長 国内株式につきましては、A社、B社、甲乙つけがたいということでございました。10月に御説明させていただいておりますが、プール制というのはプールの中から選ぶのに時間がかかって、随分、期間のロスもあったということで、プール制というものは廃止したいということで考えています。今回、2社を選定しましたが、プールでその都度どちらかを選んで使うという発想は余りなくて、極力この2社を競争的に同時に使っていくということで考えているところでございます。

具体的には、比較的小規模な案件では競争的にA社とB社、2社に競わせようと、規模の大きい案件につきましては、小さい案件の成果を踏まえてどちらかに決め打ちでお任せするというので、プール制といった非常に時間のかかる手続を経ながらという使い方はやらない方針ということで考えているところでございます。

○菅家委員 私が言ったのは、1社ずつ決める、選定するという確認だったにもかかわらず、国内株式が2社ということについて手続的な問題はないのかをお聞きしたかったのです。どうしてもそういうふうにしたいのだったらそういうふう提案すればよかったわけでありまして、そのことを言っているだけです。

●水野理事 よろしいですか。

○米澤委員長 はい。

●水野理事 結論から申し上げますと、当初は1社選定するつもりで審査を進めていたのですが、この2社が、アプローチが全て違っておりまして、それぞれ過去の実績を見てもどちらが本当に優秀か、区別が付きづらいというところで、そこであえて1社にしてしまうよりも、その2社を選んで競わせてみて、どちらがよいか決めていこうということに最終的になりました。確かに以前お話ししたときには1社にするつもりで我々はスクリーニングを開始したのですが、結論としては、そういうことで2社合格にして実際試してみようということになったということです。

○米澤委員長 1社と決まっていたか。私は余り記憶が。

○菅家委員 読み直したら1社と書いてありました。

●水野理事 1社にしようという意図はありました。

○米澤委員長 しようという意図。プロセスで問題があるというのは。

●水野理事 意図はそういうことでスタートしているので、菅家委員がおっしゃるとおりだと思います。

○米澤委員長 私もある人から聞いたのだけれども、1社にすべきだという議論も結構強くあるわけですね。トランジションに関しては、2社がばらばらでやるよりは1社でやったほうが効率的だろうという点、それはよくわかるのですが、今回はそちらではなくて、むしろ1社独占でやると何か非効率なことが。

○菅家委員 別に固有名詞はわからないから何とも言えないのですが、そういう不透明感を国民に持たれないように細心の注意を払わなければいけないのではないのですかということをお願いしているわけでありまして、そういう意味からいうと、不審を持たれるような要因にならないのでしょうかという心配をしているということです。手続面できちんとするというのはそういうことだと思います。やってみただけでも、なかなか甲乙つけがたいから2つにしました、これではちょっと説明にならないのではないですか。

●水野理事 やはりアプローチの違いというのがありまして、今、米澤委員長もおっしゃったのですが、マーケットのいろんな方にヒアリングしても、1社にすべきという方もいらっしゃるれば、いろいろ使ってみるべきだという方もいらっしゃるって、我々も率直に申し上げると、トランジション・マネジャーの活用について必ずしもこうだと決められる見識と経験があるとも言いがたいというか、日本においてトランジション・マネジャーの歴史もそれほどではありませんので、ご覧になっていただければおわかりになりますように、外国債券とか外国株式について、彼らは実績の数字もやった件数も全然違うわけです。1千社とかやってきますと我々が見ても明確にそれぞれの差が出てくるのですが、実際、16件とか25件くらいですと、こちらのほうが確実にすぐれていると言いつらい状況がありまして、そういう中で、逆に片方に無理やり決めてしまうということも場合によっては何でこっちに決めたのだと説明するのが極めて難しいというところもあって、逆に、両方をまず選んで活用してみるという考え方をとったということです。今、菅家委員のおっしゃるような、いわゆる説明責任というか、わかりやすさということを最大限配慮した上で、今回、2社に決めさせていただいたというふうに御理解いただけないかと思います。いずれを使おうと最終的には名前も出てまいりますので。

○菅家委員 誤解を招かぬような対応を極力お願いしたいということです。

○米澤委員長 ここは一定のルールで、総合評価のところでは2社選ばれたということに関して不自然性は見られないので、よいのかなと私は思っておりますが、いかがでしょうか。

●水野理事 菅家さんの趣旨は十分了解しております。

○米澤委員長 手続と納得性のことですね。

では、今回はこのような格好で決めさせていただきましたということでよろしいでしょうか。

(「異議なし」と声あり)

○米澤委員長 では、決めましたということです。

それでは、引き続きまして、委員会限り4の新興国株式投資に関する考え方について、

これも事務局から説明をお願いしたいと思います。

●陣場運用部長 それでは、委員会限り4の新興国株式投資に関する考え方についてということです。こちらは考え方について御報告という案件です。

こちらにつきましても、昨年10月にIFCとの共同投資ということで、参考資料でつけさせていただいておりますけれども、基本ポートフォリオの議論も白熱しております、なかなか十分な議論ができなかったのかなという思いもございまして、改めて新興国株式投資、特にプライベート・エクイティに関する考え方について整理をしたというものでございます。

1 ページ目から4 ページくらいかけて、そもそもの議論といたしまして、新興国への投資の意義を説明しております。

まず、1 ページ目でございますが、これは旧聞に属するお話でございますけれども、新興国のGDPのシェアがどんどん伸びていっているというお話でございます。緑の折れ線をご覧くださいますと、世界のGDPに占める新興国の割合が2019年頃にかけて40から50%の間くらいにどんどん伸びていっていることを示しているものでございます。

2 ページ目は、足元の今後5年間くらいのGDPの成長率予測でございまして、一番右の水色の棒のエマージングにつきましては、年平均で6.7%くらいの成長が見込まれているということでございます。一方、左の棒の先進国の経済成長率は3.6%程度にとどまるという見通しがなされているわけでございます。

下のグラフでございますが、負債/GDP比率ということでございまして、先進国は国債を含めまして随分、負債が増えているということでございます。点線をご覧くださいますと、GDPとデットが同じくらいの規模になってしまっているというのが先進国の実情でございます。一方で、新興国は負債に依存する割合というのはまだ低くて、せいぜい40%程度で、まだまだ先進国に比べると伸びしろがあるという一つの証左になってまいります。

3 ページ目でございますが、デモグラフィックの観点から少し見てまいりますと、人口という面でいくと圧倒的に新興国の数が多いわけございまして、2050年くらいで見てまいりますと、エマージングが先進国の人口を大いに上回っているということでございます。頭数で多いということだけではなくて、平均年齢ということでございます。OECD Countriesでいきますと40歳近くの人口構成ということになってまいるわけですが、新興国で見ますと20代とか、SUB-SAHARAN AFRICAに至っては10代後半といったことで、非常に若い国々が多いということでございます。

4 ページ目が耐久消費財等少しグレードの高い消費の動向ということでございまして、グラフは2012年に発表されて、若干日にちがたっておりますが、横軸に1人当たりの国民所得、縦軸にConsumer spendingということで、耐久消費財系の消費の割合といったものを示しています。新興国につきましては、1人当たりの所得が低い段階では、まず衣食といったものへの消費が中心でございますので、住宅とか耐久消費財への支出はなかなか多くならないわけでございますが、3千ドルから5千ドルくらいになるとぐっとそういうものの

消費が高まってくるといったことを示しています。

5 ページ目が、私どもにおける新興国株式投資の課題ということでございます。まず、私どもは、上場株式の投資という観点ではアクティブの運用から始めまして、昨年は時間をかけまして、パッシブ運用においてもエマージング株式の組み入れというものを行ってきたわけでございます。その結果、今年の1月末のデータでございますが、新興国の株式投資は2兆9千億円弱といった水準まで達しているということでございます。

ただ、課題もございまして、1つ課題として、上場株式市場だけにとらわれていてもGDPは捕捉できないのではないかということを数字であらわしたものでございます。最初の列がGDPの金額でございまして、先進国5千兆円、新興国3千兆円弱ということでございます。一方で、キャッシュフロー総額と申しますのは、上場企業から生み出されているキャッシュフローの数字ということで押さえております。この割合をとってみますと、先進国はキャッシュフローによってGDPの9%くらいをカバーしている。一方、新興国はこの割合が4.6%、先進国の半分くらいにとどまっております、上場企業だけ見ても新興国の成長、GDPというものは十分に捕捉できないのではないだろうかということでございます。

6 ページ目は、上場株式市場の特徴でございまして、新興国をご覧くださいますと、上場株式市場に占める上位10社の割合は非常に大きいというのが見てとれます。一方で、米国などはいろいろな企業があるということで19%しかない。ところが、新興国は、その国で有数の大資源会社や大きな銀行というものがどうしても上に固まってしまうということがございます。伸びるであろう消費財を作っている会社といったものへの投資が上場株式市場だけ見ていると十分にできないといった課題があるわけでございます。

7 ページ目は、GDPの構成ということでグラフを作ってみたものでございます。上の行がGDPの業種別構成、下の行がMSCIの時価総額ベースでの構成割合ということでございます。先進国は、日本、アメリカ、ドイツ、どれを見ても、GDPの構成、上場株式市場の時価構成は似通ったパターンになっているということでございます。

8 ページ目をご覧ください。新興国で同じグラフを作ってみたものでございます。例えば中国などをご覧くださいますと、製造業、消費財、生活必需品といったものがGDPの半分くらいを占めています。一方、上場株式市場のウェイトを見ますと、生活必需品、消費財、製造業といったものが右下の隅に押し込まれてしましまして、エネルギー会社、石油・天然ガス関連の会社でございまして、金融等ということで、いわゆる4大銀行といった金融機関のウェイトがぐっと増えてしまって、随分偏りが見られるということでございます。インド、ブラジルなどでも同じような傾向が見られるということでございます。

こうした業種の偏りといったものの解消策といたしまして、プライベート・エクイティといったものの意義が認められるのではないかと考えています。

9 ページ目は、左側に棒グラフを2つ並べておりますが、上場株式における業種別の構成、それから、非上場株式、プライベート・エクイティにおける業種別構成ということでございます。非上場の株式ということになりますと、製造業、消費財といった今後伸び行

くであろう業種のウエイトが随分とあるということが見てとれるわけでございます。

右側のグラフは、具体的な収益率ということで比較したものでございます。濃い青の棒がエマージングにおける、データ会社から収集したプライベート・エクイティのリターンということで、過去1年から過去10年、短期から中長期にわたってリターンを並べております。一方で、濃い灰色の棒が上場株式MSCIエマージングのリターンでございまして、過去1年、過去10年、どれをとってみましても、プライベート・エクイティのリターンのほうが上回っております。過去10年くらいになりますと差も大分縮まってくるわけでございますが、リターン的にはプライベート・エクイティのほうが高いということが見てとれるものでございます。

10ページ目でございます。新興国のこうしたプライベート・エクイティ投資は、いいことづくめということではございませんで、特有のリスクがどうしても出てくるわけでございます。主なものをかいつまんでみますと、政治リスクといったもの、新興国の制度の不備や政権交代といったもので、企業活動が影響を受けやすいということがあるわけでございます。こうしたリスクへの対応策といたしましては、ひとえに分散投資や、現地の事情に通暁した国際機関との共同投資といった策が考えられるわけでございます。

それから、バリュエーションリスクということでございまして、こちらはプライベート・エクイティ特有のお話ということでございます。上場株式と比較いたしまして、時価の取得というものが困難な面があるということで、こうしたリスクへの対応としては外部監査の活用といったものが大切になってくるわけでございます。

それから、レピュテーションリスクということでございますが、日本の高度成長期などを思い起こしてみますと、まだまだ貧しい国においてはビジネスを行うことで現地社会や環境に悪い影響を与えるケースがどうしても出てくる。それが我々のレピュテーションリスクにはね返ってくるといった課題があるわけでございます。こうしたリスクへの対策といたしまして、PRI（国連責任投資原則）等に署名した運用機関への委託といったものが考えられるということでございます。

11ページ目でございます。これも既に何回か御報告しているわけでございますが、私も現在、いろんな法令上の制約の中で、こうしたプライベート・エクイティの投資の手法としては、投資信託といったビークルを通じて実施する方法、それから投資一任でやる方法といったものが考えられるわけでございます。これは先月、説明をいたしました不動産投資のパターンと同じでございまして、投資信託はどちらかというと共同投資のスキームに親和性がある。投資一任については、公募方式、現行の伝統的資産で行っているようなやり方との親和性が高いということでございまして、2つ、引き続き検討しているということでございます。

最後、12ページ目でございますけれども、新興国のプライベート・エクイティ投資の世界の規模ということで、ストックのベースの数値がなかなかございませんので、フローのベースで押さえているところでございます。2013年の実績を見ますと、設定額、いろんな

投資家がコミットした総額ということで、年間で4.2兆円、コミット実績がありました。それから、実際にキャピタルコールがあつてお金が出た実績で申しますと2.8兆円あったといったことでお示しをさせていただくものでございます。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長　こちらのほうは。

●陣場運用部長　これは昨年10月に出した資料でございます。

○堀江委員長代理　5ページ目、GPIFで今、エマージングに投資している額が大体3兆円で、アクティブの3千億円が平成24年度に採用されたものということでしたか。

●陣場運用部長　この3千億円といいますのは、エマージングのアクティブとして採用されたもの、それから、先進国のアクティブがオフベンチで取り組んでいるものを合算したものでございます。

○堀江委員長代理　このパッシブというのはACWI化に伴って。

●陣場運用部長　ACWI化に伴って入ってきたことになります。

○堀江委員長代理　違和感があるのは、前から申し上げていると思います。エマージング市場への投資は、エマージング市場の果実をとりにいくことが目的です。本社が存在する国でエマージングと定義していることに違和感があります。日本企業でも、エマージング国で5割以上売り上げが占めているところがあります。なぜプライベート・エクイティでなければその果実を取りに行くことができないのかという点が私は発想として理解できません。上場企業の投資であっても、エネルギーセクターへの偏りを是正する企業に特化するマネジャーを採用して、果実をとりにいくというやり方もあるのではないかと思います。何でプライベート・エクイティにいかなければいけないのか。エマージング市場の果実をとりにいくやり方としてこれがファーストステップとは思えません。エマージングの果実をとりにいくのが何でPEなのか。エネルギーセクターにポートフォリオが偏っていることは理解しています。それは非常にバイアスがある。上場株だけの投資ではこういうバイアスがあるというのはわかります。しかし、エマージングの果実をとるのに本社の所在地で区分するというやり方がナンセンスだと私は思っています。ここに違和感があります。本社の所在地で区分するという発想自体が投資のやり方として余り良くない。このような発想の愚をまずは改めるべきだと思います。

●陣場運用部長　まず、現実に、エマージングでアクティブをやっている運用者は、堀江委員がおっしゃられたように、そのような考え方には余りとらわれていない人が多いです。

○堀江委員長代理　それは知っているのですよ。

●陣場運用部長　具体的には、エマージングに対するビジネスエクスポージャーがあるということで、エマージングのファンドなのだけれども、イギリスの会社を買ったりとか、アクティブの中では、そういう工夫は既に行われております。ただ、そういう人たちも上場していない企業にはなかなか投資ができませんので。

○堀江委員長代理　それは、オフ・ベンチマークというか、ガイドラインを変えることで

対応できるのではないのでしょうか。

●陣場運用部長 上場していなければ、私どもの伝統的資産で採用している運用機関ではなかなかプライベート・エクイティまで手が回らない。

○堀江委員長代理 それはスキルセットが違うということですか。

●陣場運用部長 違うということです。

●水野理事 よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

●水野理事 1つは、過去にも、実際は中国のエクスポージャーをとるのに、中国は危ないから、ドイツの会社で中国のビジネスの大きいところに投資するファンドマネジャーがいたのですけれども、結果としては余りサバイブしていないということから考えると、パフォーマンスが余りよくなかったのか、ニーズが余りなかったのかということだと思います。

堀江委員のおっしゃっている上場企業を通して、ずっとエマージングのリスクをとりにいけるのがいいわけなのですが、陣場部長が申し上げたように、具体的に今、我々がパブリックのアクティブとして依頼しているような相手は、多分そういう発想で運用しているところはまずないということと、あとは、プライベート・エクイティの場合、ディールソーシング、オリジネーションが大事になってきますので、これはIFCのことだけを言っているわけではなのですけれども、IFCなどは現地の人を置いてやっておりますので、いわゆるアクティブのマネジャーがロンドンとか、ああいうところから見て、それでアフリカとかに投資しているというのは、ある意味、現実的ではないので、やはりプライベートな世界に入らざるを得ないかなということがあるかと思います。

一応、整理なのですけれども、プライベート・エクイティというサブアセットクラスをどう取り込むかという観点でいうと、IFCとか、こういう新興国関係で説明するのはちょっと難しいですし、誤解を生みますので、ある意味、今回一つの整理として、今回はIFCの案件として一回御提案しているのですけれども、考え方としては、新興国のオポチュニティーをとりにいくのに上場株式だけを活用するということは余り効率がよくないということで、プライベートをとって、そこの産業のダイバーシフィケーションを図るというアプローチを考えているということで、このアプローチに関して皆さんに御議論いただいて御同意いただければ、後は結果としてIFCになるのか、我々がどういうアプローチを具体的にするのかというのはまた御相談ということになると思います。

○堀江委員長代理 であれば、上場企業への投資でエマージングの果実をとれるマネジャーが本当にいないのかというのを確認してから行うべきではないのでしょうか。私は、上場株投資のエネルギーセクターへの偏りを是正する目的でまずPE投資を行うという点でまだ納得がいておらず、その説明をちょっといただきたいですね。本当に上場企業への投資でエマージングの果実をとれないのかどうか。私はまだいけるのではないかという感触もあり、PEはコストもかかるし、皆さんがおっしゃったようにソーシングも大変です。そこ

でかなり手間をかけるのであれば、上場企業への投資でできる人をもっと違う観点で探したほうがより早く果実がとれるかもしれないから、そこを排除するというのは今の段階でどうなのかなと思います。

○米澤委員長 多少、心当たりは。

○堀江委員長代理 心当たりはあります。

○米澤委員長 ありますか。

○堀江委員長代理 陣場さんなどは一番よく、マネジャーの方、トップディーラーの方とはおつき合いがあるから、ちょっと工夫の余地はないのかなと、そこを確認していただきたいということです。

●水野理事 それだと、どちらも同タイミングで進めていけばよい話ではないかと思うのですが、特にプライベートの場合はタイミングがあるので、我々のタイミングだけで動くわけではないということもありますから、どちらもチェックすべきだと思いますし、パブリックのマネジャーを通じての途上国エクスポージャーの改善に関してはもう一度また。

○堀江委員長代理 あと、エクイティでいくのか、メザニンでいくのか、デットでいくのか、そこもいろいろ考え方があると思います。

●陣場運用部長 今、我々が雇っているマネジャーは、かなり厳選投資といいますか、集中投資的な考え方のマネジャーが多いわけですが、彼らの発想というのは、先進国、エマージングの区別なく、成長の糧がエマージングにあると思えばエマージングの新興国の石油会社を買いにいたり、行動は随分自由にやっています。ただ、これは総合評価のところでもお示ししたとおり、成果が出るのに少し時間がかかっているマネジャーが多いという現実はあるというところでございます。グローバルにエマージングへもどんどんとりにいくという発想でやっている人は多いということはございます。

○米澤委員長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 コメントしたい内容がはっきり固まっているわけではないのですが、やはりエマージングの成長をとりにいくという話は投資原則の中に書いてある話でもあるし、しかも、翻ってみると、GPIFにとってはこれまですごく知見があった分野でもないので、堀江委員のおっしゃったようなリステッドのものの中で何かアンタッチドなものがないかどうか引き続き調査するのと並行して、やはりこういう新しいインベストメント・オポチュニティー、PEみたいなものも調査研究していつて、しかも、出物というのはそんなにしょっちゅうあるわけではないので、そういう機会は失わないように、いつでもそういう機会が出てきたときには我々なりに対応できるように体制を整えていくというのは非常に重要なことだと思います。

さはさりながら、我々にとってこれまでそんなにエクスパティーズがあった分野ではないところに入っていくというのは非常に重要で、そのリスクをどうやって軽減するかというところで、10ページの一番上に「分散投資により軽減することは可能である」と書いてあるけれども、PEをたくさんやってその中で分散しましょうという意味ではなくて、これ

はやはりどんなに研究しても、ラーニング・カーブが我々はこれから上がっていくわけなので、いきなり成果がすごく出るということもないだろうし、失敗することもあるのだろうと思います。PEの中でダイバーシファイしているからこういうリスクがキャンセルアウトできるのだということではなくて、恐らく一番重要なのは、相当リライアブルでクレディブルなパートナー、ここに書いてある、まさに投資信託の一番最後の一章に書いてあるメリット、信頼できるインベスター、アセットアロケーションに占めるPEの比率が5割も6割もいっているようなCPPIBとか、カルパースとか、彼らにパートナーになってもらって、その辺の知見をいかに活用していくかとか、それから上流のところでオリジネーションしているIFCのような、しかも非常にクレディブルな機関、IFCであれば世銀グループですから、私もよく知っていますけれども、やはり彼らは非常に現地の情報に精通している機関というレピュテーションが定着しているわけですから、その辺としっかりタイアップをして、パートナーシップを組んで、彼らのアドバイスをうまく取り入れながらコーシャスに投資をやっていくという方法がきっと王道なのだろうという気がします。

そのときにやはり考えなくてはいけないのは、ではどうやってCPPIBやカルパース、あるいはIFCが我々をパートナーとして入れてくれるのかというところが非常に重要で、いやしくも我々が高い手数料を払うから彼らが歓迎して入れてくれるのだということになると、それはやはりまずいので、我々なりの知見、我々の立ち位置というか、我々をパートナーに選ぶことが彼らにとってもメリットがあるのだということを我々の損にならないような形で主張していくというのが重要なのかと思います。それは何なのかということなのだろうと思うのですが、そんな感じを持っています。

●水野理事 あわせわざかと思うのですが、パートナーとして、例えばプライベート・エクイティの場合ですと、運用者であるジェネラルパートナーがどういう実績があるかというデューデリジェンスを行う、プラス、リファレンスチェックといった、ほかの投資家が、どういう人たちが今までそこに投資していたかを確認して、彼らがどういう考え方を持ってどういう評価をしているかチェックしていくというプロセスがPEでいうとありますので、そういう意味では、今おっしゃったようなCPPIBというのは、我々と直接的なパートナーでない場合でも、彼らがそのファンドに投資していれば我々は彼らから意見を聞いて、評価を聞くわけです。

そういう意味では、プライベートな世界では実際にパートナーシップで投資しないものに関しても投資家同士で意見交換して助け合おうというのは割と一般的です。そのあたりは、GPIFがこのアセットクラスに入っていけば、先ほどのどういうことでパートナーシップをしてくれるかということに関していうと、我々の資金があってもなくても、LP間で情報の交換というのはプライベートな世界では割と一般的に行われますので、そこはデューデリの一環としてチェックしていくことになると思います。

具体的に、では、同時に投資をしなければパートナーと呼べないのか、情報が活用できないかという、そういうわけでもないと思いますので、そのあたりは、実際に案件が出

てきたときにはこういうチェックをしていますということを皆様とシェアしたらよろしいのではないかと考えています。

○佐藤委員 こういうのはきっとインナーサークルというか、やはり声をかけたい相手にどうやって認められるのかというところが非常に重要で、昔よくあったような、例えばメガバンクがメインでやっていて、それがやっているからその審査をフリーライドと一緒にぶら下がり投資しましょうという、今も地銀はそうかもしれませんが、下位の金融機関がそうであったようなやり方はやめましょうというのが私のアドバイスです。

○米澤委員長 これがもし実現するとすればPEとしては最初の案件ですね。

●水野理事 そうですね。IFCが起きれば。

○米澤委員長 最初のスタートはこれだということを、国民に説得力を持つような格好で、なぜここが最初かというのを。

●水野理事 ちょっと先ほど申し上げましたように、PEをこれからやりますが、PEのアセットクラスとしてのロードマップというのをまだお示しできていないので、これはしなければいけないと思っています。一方で、途上国のオポチュニティーをどうとるかというニーズが、逆に言うと以前からGPIFが追求しているテーマの一つであって、その中でプライベート・エクイティを使うのが結果として一番よいのではないかということに今回の場合はなっているので、これを使って私どものPEの取り組み方針を説明しようとする、委員長のおっしゃるとおり、極めて難しいことになると思います。そこは逆に途上国のオポチュニティーという観点から整理していただいて、結果としてオルタナティブのPEの枠を組みますという御理解を皆さんにさせていただくのが必要だと思います。

○米澤委員長 堀江委員が言ったような手続はやはり必要になってくるのかもしれない。

もう一つは、本当に途上国が採算が合うのかどうかいろいろ議論の余地はありますね。単なる人口の成長でGDPが成長している例は幾らでもあるので、それはいろいろ既に調べた上での話だと思いますけれども、そのところも注意しておいたほうがよいのかなと思います。

○大野委員 今、3兆円くらい運用していて、アクティブも3千億円くらい、それで3年間やって将来の方向性はしっかり分析されているわけですが、せっかく3年間やってきたのだから、結果は余り成果が出ていないという記憶がありますし、ちょっとその辺をつないで持ってこない、せっかく3年間、今まで何をやってきたのか、いきなりこういうのがぽんとして出てくるというよりも、結果をレビューすることも必要なのかなということを感じます。

それから、リスクを10ページに示していただけていますが、政治、為替などというのは、上場、非上場、全く関係なく、カントリーのリスクでありまして、特にバリュエーションとレピュテーション、ガバナンスにかかわるところは、リスク軽減策が書いてありますけれども、やはり過去にどんなことが起きたのかということも実態として、上場会社だとニュースになりますけれども、非上場はほとんどわからないので、その辺も私は知っていた

いし、きっと定量的なリスクを示すことはすごく難しいと思うのですが、収益率のデータというのはこの前のときに出ているわけですが、リスクのところをもう少しわかりやすく、対策は確かに会計士を入れたり、わかりますが、そんな感じがすごくしています。

○米澤委員長 全世界の各国の法律のあり方から全部数値化して一覧表で、どのくらい株主権がプロテクトされているかというのを示しているのがありますね。私はすぐわからないのですが、もしわかったらお教えしますし、ビシュニー、シュライファーなどの方々もたしかやっていて、もっと国際経済専門の方もやっています。先進国投資家としてはどの国が大丈夫かどうかというのを皆知りたいということではあるわけです。参考にはなるかと思いますが、お知らせしたいと思います。

●三谷理事長 今回の場合はIFCと話がうまく進んできているということが背景にあって、さっき佐藤委員からIFCにおんぶにだっこではまずいぞという話ではあるのですが、ただ、IFCは過去の実績もそれなりにあり、いろんな体制も整っていて、信用できることから、我々と手を組んでもいいよという話があったということです。これは極めてよいチャンスでもあると私は思っています。これをノーということにして、ではどこにそれだけリライアブルなところがあるのか、実績があるところがあるのかというと、これはまた非常に難しい話になってしまう。新興国のプライベート・エクイティ・ファンドというのは、いっぱいあるのですが、本当に有象無象も含めていっぱいあって、どこが信頼できるかというふうな感じで、私もいろんな人に会いましたけれども、この人をお願いすれば相当大丈夫だなというのは、残念ながら、ほとんどないというのが実情です。

ですから、この案件は、単純に新興国の果実をとる、プライベートでとるということだけではなくて、組むパートナーとしてIFCというのが我々と共同投資してもいいよという感じになってきている、それを両方勘案した上で、打ち合わせは前向きに進めていきたいというふうに考えています。

○米澤委員長 その情報は重要で、我々はその辺のところはちゃんと把握できていないところもあるので、いろいろ我々のほうに積極的に言って、今このような案件があるので、ゼロベースではなくてチャンスがあるのではということをやうまくプレゼンテーションしてくれると我々としてもやりやすいかなと思っています。そこを無視して、全部ゼロベースでチェックをかけているわけではないので、そこをいろいろまた教えてください。

●三谷理事長 これは一般論として、新興国株式投資をプライベート・エクイティでどんどんやっていこうという話ではなくて、10月に御説明したIFCという話もあって、その上でこういう形で始めていくのが我々として、ベストと言えるかどうかわかりませんが、一つの安心できる方法ということで検討していることを御理解いただければと思います。

○佐藤委員 おっしゃるとおりで、私も世銀におりましたので、IFCは非常によく知っている機関で、レピュテーションが高いし、プライベート・エクイティに対する投資を非常に積極的にやっている国際機関ですね。おんぶに抱っこではありませんけれども、少なくとも

も肩にさわるくらいの相手としては申し分ないというか、いい相手を選んでいていると思います。これに近いようなよい相手を選んでいく、デートする相手はちゃんと選ぶということだと思います。

あと、日本で言えば、商社もプライベート・エクイティに対する投資に相当積極的です。その辺との、国内でこういうPE投資に積極的な機関とのコラボレーションというか、ネットワーキングみたいなことも御検討されたいかがと思います。

●三谷理事長 この辺は、中立性とか、やはり我々としての立ち位置がありますので、特定の民間企業と手を組んでというのは、そこが幾らリライアブルであっても、なかなかすぐには踏み切れない部分があります。

●水野理事 後は、相手がいいからということで皆さんにお諮りするというと、要するに、個別案件の審査をしているのと同じになってしまうので、それはそれで、特に最初ですから、お諮りするつもりで前回もお話をしているのですが、一方で、そもそもどういう整理においてそのオポチュニティーをとろうとしているのかということは、逆に皆さんにコンセンサスとして持っていただかなければいけないという意識がありまして、今回あえてこういう形でどういう考え方かという整理のペーパーを出させていただいたということです。

さっき申し上げましたが、実際は同時進行でこういうのは起きてしまうのですけれども、今そういう具体例がある中で、ある意味、説明責任を果たすという観点からも、我々のポートフォリオ・マネジメントの整理整頓という意味でもこういう位置づけをはっきりして合意していただくということです。個別案件ではできるだけ安心していただくようなネームと相手先が最初の頃は出てくるように、できるだけ我々も慎重にやるということだと思います。

○米澤委員長 運用委員会は、月に1回ありますので、内部のほうで積極的に話を進めていただいて、ある程度情報がわかった段階で我々に出していただいて、そのとき我々も余り細かいところでネガティブチェックするつもりもありませんので、状況がわかれば、よほどまずいと思うところはノーを出しますけれども、それ以外のところは協力していくという方向がよろしいかなと思いますが、いかがでしょうか。

ということで、多少のリクエストもありましたけれども、それも含めて引き続き進めてくださいということで今日はいいのですか。

それでは、第3四半期の運用状況が出てきました。もう皆さん方のところにも配信されているかと思いますが、改めまして、資料の平成26年度第3四半期の運用状況及び委員限り5の各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）について事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

●青木審議役 簡潔に申し上げます。このことにつきましては、お手元の資料によりまして、2月27日に公表いたしました。

1 ページに記載のとおり、収益率プラス5.16%、収益額6兆62百億円余ということでございます。

また、前回、御説明申し上げましたように、従前の資料の様式を一部見直しまして、この資料でいいますと、5ページのところで、政府の年金特別会計を含む年金積立金全体につきまして、各資産の資産構成割合のみをお示しさせていただきました。

さらに、以前は各資産の超過収益率に関するページがあったのですが、ニーズ等を勘案し、そのページは省いたということでございます。

委員限り5でございますが、真ん中に資産別、パッシブ、アクティブ別に超過収益率を記載しております。第3四半期は、国内債券、国内株式、外国債券、いずれもプラスマイナス0.1%未満ということで、概ねベンチマーク並み、外国株式のほうは、要因を注意書きのところに書いておりますけれども、0.19%のプラスということございました。

簡単ですが、以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、委員限り6のリスク管理状況等の報告、これは12月分と1月分について事務局から説明をお願いしたいと思います。

●五十里投資戦略部長 委員限り6のリスク管理状況等の報告です。簡単に御説明をさせていただきます。

1ページ目でございますが、12月のものを第3四半期でお出ししたのですが、1月分の数字が入っております。上のほうが構成割合と乖離状況ということでございまして、国内債券が1月末で構成割合は42.56%、乖離がプラス7.56%、国内株式が20.24%、乖離がマイナス4.76%、外国債券が12.80%、乖離がマイナス2.20%、外国株式が19.36%、乖離がマイナス5.64%、こういう状況になっております。

12月と見比べていただきますと国内債券は少し減るわけでございますが、国内株式が若干プラスになり、外国債券と外国株式が少し減っております。これは1月に円高が進んだのが主要因で構成割合をちょっと下げておりますけれども、こういう状況でございます。

9ページをご覧くださいますと1月の収益状況でございます。1月は、外国債券、外国株式が円高の影響でマイナスになったこともありまして、運用資産全体でマイナス1.06%ということでございます。通期でプラス8.84%になっております。収益額はマイナス1兆4千億円、通期でプラス11兆円ということでございます。

10ページに、参考までに各資産クラスの収益率を載せておりますけれども、国内債券がプラス0.03%、国内株式がプラス0.50%、外国債券がマイナス2.89%、外国株式がマイナス3.88%という状況でございます。

以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。よろしいでしょうか。

それでは、本日予定しておりました議事を終了いたします。

事務局から連絡事項等がありましたらお願いします。

●青木審議役 委員会終了後回収と記載している資料でございますが、委員限り1の中期目標・中期計画の後ろのほうに3点ほどございます。予算の金額が書いてある係数等未定

稿のものと、参考１と参考２がございます。また、委員限り４の新興国株式投資の関係では、その後ろのほうに添付しております参考資料にも回収と書かせていただいておりますが、これらの資料につきましては、恐縮ですが、回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様にお願いをいたします。

次回、第92回運用委員会につきましては、平成27年３月26日の木曜日14時から、当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

○米澤委員長　では、終わりにしたいと思います。